

CCU

Gonzalo Sandoval I.

Tesis de Inversión

Actualizamos nuestra cobertura de CCU, estimando un precio objetivo de \$10.300 a 12 meses, con una recomendación de mantener.

- En Chile (74% del Ebitda) estimamos un crecimiento en primera línea de 4% en el mediano plazo, debido a la madurez de los mercados de bebidas gaseosas y cerveza. Además, estimamos un año muy competitivo en precios en ambos, en línea con lo observado durante el primer trimestre. El margen Ebitda alcanzaría un 22% el 2019 (-200 pb vs 2018; -228 pb vs 1T19). En el largo plazo el margen se estabiliza en torno a 23%.
- En Negocios Internacionales (18% del Ebitda), estimamos un complejo escenario económico en Argentina (depreciación ARS respecto a CLP 2018: 80%; 2019E: 35%). Consideramos un crecimiento de un 3% en la primera línea, principalmente por la consolidación de la operación de la compañía en Bolivia (6% del volumen del segmento). En costos, la depreciación de las monedas presionaría el margen Ebitda en -400 pb alcanzado un 9% el 2019, el que se recuperaría hasta alcanzar un 12% en el largo plazo.
- En Vinos esperamos un crecimiento de 6% en la primera línea en el 2019, principalmente por un tipo de cambio más favorable (52% del volumen corresponde a exportaciones). Además, estimamos una recuperación de 300 pb en el margen bruto, en línea con lo reportado en el primer trimestre (+220 pb en 1T19), dada la favorable vendimia del 2018. El margen Ebitda alcanzaría un 17% en el 2019 (+250 pb vs 2018), y 18% en el largo plazo.
- Nos parece atractiva la entrada de CCU al mercado colombiano de cerveza. Tras una inversión de más de US\$400 millones, en conjunto con su socio local Postobón, la compañía inauguró su nueva planta, con capacidad de 3 millones de hectolitros (13% del volumen transado el 2018 en Colombia). El canal de distribución de su socio local -líder en bebidas no alcohólicas- le permite llegar a más de 450.000 puntos de venta. La operación alcanzaría su *breakeven* en el 2021.

Riesgos

- Mayor competencia en precios con AB InBev.
- Deterioro del consumo en la región, en particular en Argentina.
- Depreciación de las monedas locales.
- Alza en el precio internacional de sus principales materias primas.

CCU

Recomendación: Mantener

Precio Objetivo: \$10.300

Información Relevante

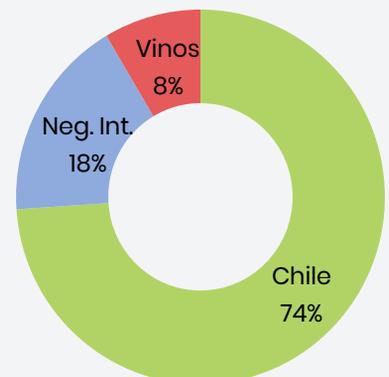
Ticker BCS	CCU
Riesgo	Medio
Conversión ADR	2
Precio Objetivo (\$)	10.300
Precio Actual (\$)	9.550
Precio Min/Max 12M (\$)	7.768 / 9.841
Market Cap (MMUS\$)	5.171
Volumen Diario (MM\$)*	218
Nº Acciones (millones)	370
Free Float	40%
Peso SPCLXIPSA	3,5%
Dividend Yield 12M	2,15%

Fuente: Economatca

* Promedio últimos 3 meses

EBITDA por Segmento

A Diciembre 2018



Fuente: Compañía y Estudios Security

Sector: Consumo

Recomendación: Mantener

Precio Actual: \$ 9.550

Precio Objetivo: \$ 10.300

Estado de Resultados

ESTADO DE RESULTADOS

Millones de pesos	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Ingresos	1.698.360	1.783.282	1.859.224	1.946.518	2.076.709
Variación (%)	8,9	5,0	4,3	4,7	6,7
Resultado Operacional	234.896	468.722	239.665	250.627	267.239
Variación (%)	19,8	99,5	- 48,9	4,6	6,6
Margen Operacional (%)	13,8	26,3	12,9	12,9	12,9
EBITDA	327.065	562.012	342.324	357.964	381.048
Variación (%)	15,8	71,8	-39,1	4,6	6,4
Margen EBITDA (%)	19,3	31,5	18,4	18,4	18,3
Utilidad Neta	148.110	322.085	152.159	158.978	169.340
Variación (%)	5,7	117,5	-52,8	4,5	6,5
Margen Neto	8,7	18,1	8,2	8,2	8,2

INDICADORES DE CRÉDITO

	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Deuda/Activos (%)	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3
EBITDA/Gastos Fin. (x)	17,1	45,8	16,7	16,6	16,6
Liquidez Corriente (x)	1,6	1,5	1,6	1,5	1,64
Deuda Neta/EBITDA (x)	0,1	0,0	0,3	0,4	0,3
Deuda Financiera (MMUSD)	331	453	362	394	414

VALORIZACIONES

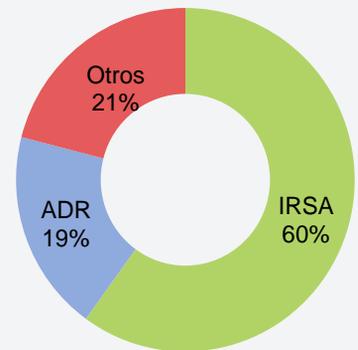
	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Precio de cierre (\$)	9.228	9.816	9.550	9.550	9.550
Precio Utilidad (x)	23,0	22,4	23,2	22,2	20,8
EV/EBITDA (x)	10,9	10,4	11,0	10,7	10,0
Bolsa Libro (x)	3,1	2,8	2,6	2,4	2,3
Precio Ventas (x)	65,3	62,5	62,4	63,7	66,2
ROA (%)	7,5	13,4	6,6	6,5	6,6
ROE (%)	12,1	23,2	10,0	10,0	10,1

Descripción de la Compañía

CCU es una empresa diversificada de bebidas con operaciones principalmente en Chile, Argentina y Colombia. Sus acciones se transan en las bolsas chilenas y en la Bolsa de Nueva York (NYSE). Es el mayor cervecero chileno, el segundo cervecero en Argentina, el segundo mayor productor de bebidas gaseosas en Chile, el segundo mayor productor de vinos, el mayor embotellador de agua mineral y néctares en Chile, el mayor distribuidor de pisco y también participa en el negocio de HOD, ron y confites en Chile.

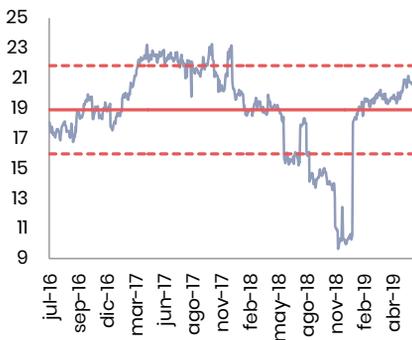
Estructura de Propiedad

A Diciembre 2018



Fuente: Compañía y Estudios Security.

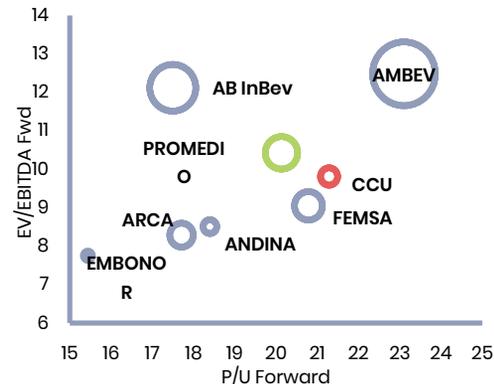
P/U Trailing



EV/EBITDA Trailing



Comparables

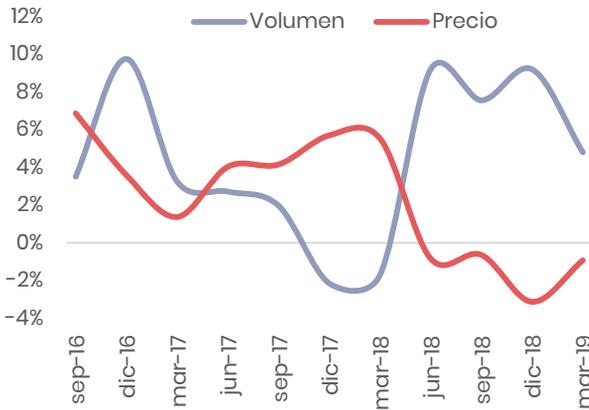


Chile: Un Mercado Maduro y Competitivo.

El panorama de la operación en Chile es desafiante, principalmente por la madurez del mercado, que cuenta con un alto grado de competencia en cada una de las categorías de la operación. En Chile la compañía tiene una presencia destacada en las categorías: Cervezas, Gaseosas, Jugos, Aguas y Destilados, con una participación de mercado ponderada de 43,4% en el 2018. En un entorno competitivo, la compañía ha privilegiado aumentar y defender su participación de mercado creciendo en volúmenes a costa de esfuerzos promocionales en precios (ver Gráfico 1). Además, AB Inbev Chile (Ex Cervecerías Chile) –su principal competidor–, trabaja en la ampliación de su planta en Santiago, invirtiendo más de US \$100 millones para aumentar la capacidad instalada de 1,1 a 3,3 millones de HL. Actualmente AB InBev Chile cuenta con una participación de mercado cercana al 27%. importando dos tercios de la cerveza que comercializa en nuestro país, por lo que gran parte de este aumento en la capacidad se utilizaría para producir localmente su portafolio de marcas a partir de 2020. En base a esto, proyectamos un crecimiento anual moderado del segmento Chile de 4% para el mediano plazo en la primera línea, con precios creciendo por debajo de la inflación, por la fuerte competencia por participación de mercado entre las cerveceras, con un crecimiento de 3% en sus volúmenes impulsado por las categorías de bebidas gaseosas y aguas.

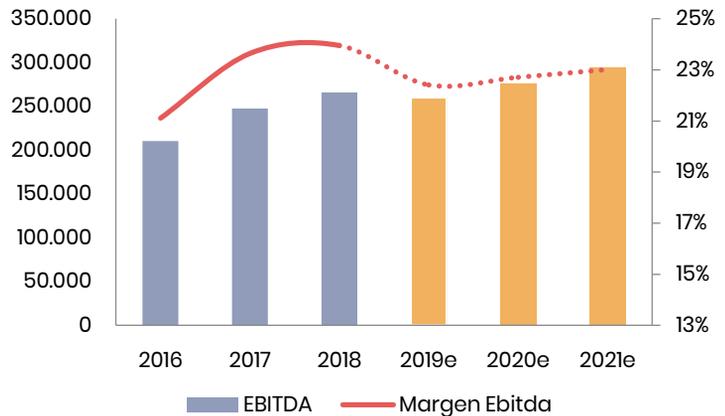
En particular para el 2019, esperamos una contracción de 200 pb en el margen Ebitda del segmento (ver Gráfico 2), principalmente por efectos cambiarios que han encarecido el costo de sus principales materias primas, este margen se recuperaría paulatinamente hasta alcanzar un 23% en el mediano plazo, con un Ebitda creciendo a una tasa de un 5% anual.

GRÁFICO 1: Variación Volumen y Precio (a/a) CCU Chile



Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security.

GRÁFICO 2: EBITDA vs Margen Ebitda Chile

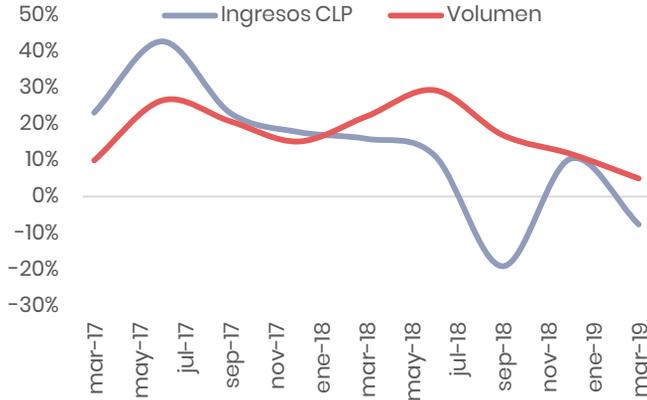


Fuente: Reportes Compañía y Estudios Security.

Negocios Internacionales: Entorno Desafiante.

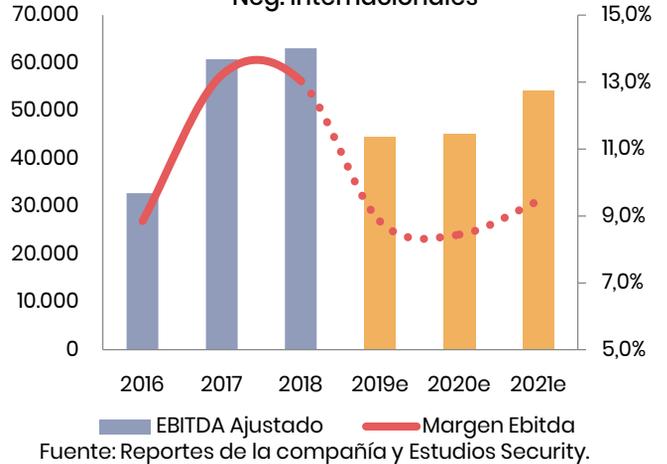
Para el segmento negocios internacionales proyectamos un año complejo, principalmente por el desafiante contexto económico de Argentina, país en donde se concentra más del 80% de las operaciones del segmento. La operación había experimentado una dinámica muy diferente al desempeño macroeconómico, creciendo en volúmenes a tasas de dos dígitos por 8 trimestres consecutivos (ver Gráfico 3), principalmente por cambios en la estrategia comercial y por la introducción de nuevos formatos. Para este 2019 proyectamos un crecimiento de los precios en línea con las inflaciones locales (Argentina: 40%; Uruguay: 7,6%; Bolivia: 4%), con un crecimiento en volúmenes de 8%, principalmente por la consolidación de Bebidas Bolivianas BBO S.A. en agosto del 2018 (6% del volumen del segmento), lo que resulta en un crecimiento de la primera línea entorno a un 4%, debido principalmente a la depreciación de 35% del peso argentino respecto al peso chileno que proyectamos para el 2019.

GRÁFICO 3: Variación Ingresos CLP y Volumen Neg. Internacionales (a/a).



Fuente: Reportes de la compañía y Estudios Security.

GRÁFICO 4: EBITDA Ajustado vs Margen Ebitda Neg. Internacionales



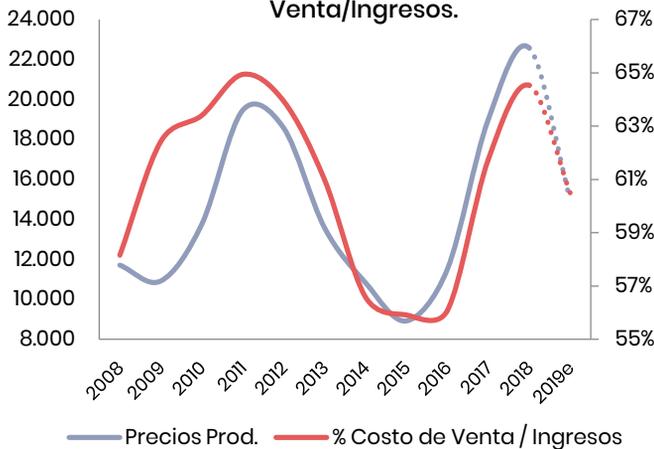
Fuente: Reportes de la compañía y Estudios Security.

En cuanto al Ebitda Ajustado, que excluye los ingresos relacionados con el término anticipado de la licencia de Budweiser, esperamos una caída de un 33% para este año (ver Gráfico 4). Esto se debería principalmente por efectos cambiarios. No obstante el Ebitda debería recuperarse a partir del 2021, dado un mejor escenario macroeconómico que llevaría a una mejora en la primera línea de operación (ver [Informe Latam Mayo 2019](#)). En cuanto al margen Ebitda, este se contraería 400 pb el 2019, principalmente por el efecto de los costos dolarizados, para luego recuperarse paulatinamente hasta alcanzar un 13% en el largo plazo.

Vinos: Recuperación en Márgenes y Crecimiento Moderado.

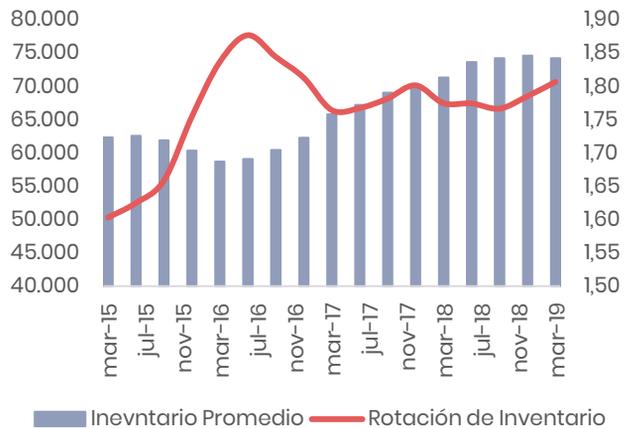
En cuanto al segmento Vinos, para el 2019 estimamos un crecimiento de la primera línea de 6%, principalmente por un tipo de cambio más favorable (52% del volumen se exporta), para luego crecer en torno al 4% en el largo plazo, el línea con la inflación local y un crecimiento moderado de sus volúmenes. Además, proyectamos una recuperación en los márgenes de la operación, principalmente por un menor costo de venta dado la favorable vendimia del 2018. En el gráfico 5 podemos ver las trayectoria de los precios de venta de los productores de vino de la Región del Maule y el costo de venta sobre ingresos del segmento. Dado la dado la trayectoria de los precios de los primeros meses del año, podemos estimar una mejora de 300 pb en el margen bruto de la operación este año. Esta mejora podría proyectarse al 2020, dado el alto nivel de inventarios (ver Gráfico 6) y los resultados preliminares de la vendimia del 2019.

GRÁFICO 5: Precios Vino Productor vs Costo de Venta/Ingresos.



Fuente: ODEPA, reportes de la compañía y Estudios Security.

GRÁFICO 6: Inventario Promedio vs Rotación VSPT



Fuente: Reportes de la compañía y Estudios Security.

En cuanto al Ebitda del segmento, esperamos un crecimiento de 20% para el 2019, tras dos años de mal desempeño por las desfavorables vendimias de los años 2016 y 2017. Para el largo plazo esperamos que el Ebitda crezca en torno al 4%, en línea con los ingresos de la operación. Por su parte el margen Ebitda se expandiría 250 pb este año, para progresivamente estabilizarse levemente por debajo del 19% en el largo plazo.

Entrada al Mercado Colombiano

Valoramos la entrada de CCU al mercado colombiano a través de Central Cervecería Colombia (CCC). CCC es un *Joint Venture* en parte iguales entre CCU y la líder local en gaseosas Postobón, que cuenta con un sofisticado canal de distribución que le permite llegar a más de 450.000 puntos de venta. En febrero se comenzó a comercializar Andina, la primera cerveza de consumo masivo de CCC. Andina se produce íntegramente en la recientemente inaugurada planta de la compañía en las afueras de Bogotá. La planta significó una inversión conjunta de más de US \$400 millones por parte de ambas compañías, y cuenta con capacidad de producir 3 millones de Hl. por año, lo que equivale aproximadamente al 13% del volumen comercializado por la industria en el 2018. En esta planta también se producirá de manera local la marca Heineken, que actualmente vende aproximadamente medio millón de hectolitros en el segmento *Premium*, además de las cervezas Miller, Tecate y Sol que también pertenecen al portafolio de la compañía.

Estimamos que la compañía alcanzaría el *breakeven* a finales del 2021, para luego crecer en participación de mercado gradualmente hasta copar el 80% de su capacidad instalada. No obstante, nos preocupa el alto grado de concentración del mercado colombiano de cerveza. AB Inbev, a través de su filial Bavaria cuenta con una participación de mercado por sobre el 90%, con un portafolio entre las que destacan las marcas locales Águila, Póker y Pilsen.

Supuestos Adicionales de Valorización

- La depreciación sobre el activo fijo se proyectó en base a las tasas históricas implícitas en los balances de la compañía.
- La caja y la deuda financiera corresponden a los últimos estados financieros presentados por la compañía (a diciembre 2018).
- En materia tributaria, se asumió que los impuestos corporativos se mantendrá en 27% en el largo plazo para el segmento Chile y para el segmento Negocios Internacionales (Argentina principalmente) convergerían desde un 35% a un 27% en el 2021.
- Para el tipo de cambio de Argentina se supuso una depreciación de la moneda e inflaciones moderadas a partir del 2023, capturando a través de la tasa de descuento, riesgos cambiarios e inflacionarios adicionales.
- A partir del 2028 los flujos de caja crecerían a una tasa nominal de 3%.
- Las tasas de costo de capital (WACC) ocupadas para el descuento de los flujos, así como las variables empleadas para su cálculo se presentan en el Cuadro 1.

Cuadro 1: Estimación de costo de capital de CCU en pesos.

SUPUESTOS TASA DE DESCUENTO			
	Chile	Argentina	CCU
Riesgo País (pb)	135	651	
Premio por riesgo (%)	6,0	7,5	
Spread (pb)	60	60	
Costo de la deuda (kd)	5,0	10,1	
Beta	0,9	1,2	
Costo de capital (ke)	9,8	18,5	
Deuda / Activos	0,3	0,3	
Tasa de Impuestos (%)	27	30	
Crecimiento Nominal LP (%)	3	3	
Tasa de Descuento (WACC)	7,91	15,04	10,1

Fuente: Reportes Compañía, RiskAmerica, Bloomberg y Estudios Security

DEPARTAMENTO DE ESTUDIOS

Felipe Jaque S.
Economista Jefe
felipe.jaque@security.cl

César Guzmán B.
Gerente de Macroeconomía
cesar.guzman@security.cl

Constanza Pérez S.
Subgerente de Renta Variable
constanza.perez@security.cl

Paulina Barahona N.
Subgerente de Renta Fija Corporativa
paulina.barahona@security.cl

Jorge Cariola G.
Subgerente de Estrategia Global
jorge.cariola@security.cl

Magdalena de Ramón C.
Analista Renta Fija Internacional
magdalena.deramon@security.cl

Sebastián Montero A.
Analista de Macroeconomía
sebastian.montero@security.cl

Rodrigo Gardella B.
Analista de Inversiones
rodrigo.gardella@security.cl

Nicolás Libuy I.
Analista de Inversiones
nicolas.libuy@security.cl

Juan Carlos Prieto Z.
Analista de Inversiones
juancarlos.prieto@security.cl

Gonzalo Sandoval I.
Analista de Inversiones
gonzalo.sandoval@security.cl

Etienne Célery P.
Analista de Inversiones
etienne.celery@security.cl

Yessenia González del C.
Editora de Contenidos y Comunicaciones
yessenia.gonzalez@security.cl

Aldo Lema N.
Economista Asociado
aldo.lema@security.cl

CORREDORA DE BOLSA

Javier Calleja S.
Jefe Renta Variable Clientes Institucionales
(56-2) 2581 5607
javier.calleja@security.cl

Manuel Achurra S.
Gerente Mesa de Distribución
(56-2) 2584 4643
manuel.achurra@security.cl

Rodrigo Pérez Y.
Jefe Renta Variable
(56-2) 2584 3169
rodrigo.perez@security.cl

Este informe puedes descargarlo desde nuestro sitio web inversionessecurity.cl

Av. Apoquindo #3150, Piso 7, Las Condes, Santiago, Chile.
inversionessecurity.cl • [@inv_security](mailto:inv_security) • (56 2) 2581 5600

INVERSIONES security

Este informe no constituye oferta a firme de compra ni venta de valores, no compromete a Grupo Security ni a sus filiales o empresas relacionadas. Este informe ha sido preparado en base a información pública, proveniente de fuentes a nuestro juicio confiables. Sin embargo, podría contener eventualmente algún error, que de modo alguno compromete la responsabilidad de los autores de este informe. Asimismo, los precios o valores indicados pueden presentar variaciones con respecto a lo informado. Las inversiones especificadas en este informe pueden no resultar adecuadas para todos los inversionistas. Éstos deben tomar sus propias decisiones según sus objetivos y sus niveles de riesgo específicos. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada o duplicada por cualquier forma o medio, o (ii) redistribuida sin el previo consentimiento escrito de Grupo Security.